

新能源	收盘价 港元 2.03	目标价 港元 1.92↓	潜在涨幅 -5.4%
-----	----------------	-----------------	---------------

2024年8月28日

## 大唐新能源 (1798 HK)

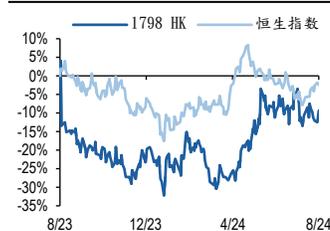
### 全年派息政策及装机进度有待更大突破

- ⊕ **上半年盈利略低于预期，首次宣派中期股息有惊喜。**公司上半年盈利同比下跌13.8%至15.4亿元（人民币，下同），略低于我们预期6%，主要原因包括折旧及摊销和所得税略高于预期。期内，风/光发电量同比-4.3%/+58.2%，由于风电占比较高，整体发电量同比持平。上半年风/光利用小时分别同比下降91/11小时。其中，管理层解释风电利用小时受风速及限电的影响约为1:1。上半年平均上网电价同比下降0.2524元/千瓦时，但平均上网电价高于我们预期约1%。较惊喜的是公司首次派发中期股息每股0.03元，派息比率为14%（对比公司去年全年派息比率23%）。
- ⊕ **全年新增装机2吉瓦目标不变。**公司上半年新增风/光分别133/3兆瓦的装机，管理层表示目前在建项目为3.09吉瓦（风/光分别占1.32/1.77吉瓦），全年新增装机目标仍为2吉瓦不变，上半年新增开发指标3.29吉瓦中较多为大基地的项目，包括新疆、甘肃、宁夏、内蒙等地的项目。另外，管理层表示目前三北地区的风电限电情况较明显，部份区域如内蒙、陕西、甘肃等地的限电率已到13-20%不等。限电情况的改善仍有待跨省输送及绿电消纳等方面的提升。
- ⊕ **派息及装机进度仍未有较积极的讯号。**上半年公司的净负债/总权益比率同比下降13个百分点至126%，按目前公司的装机建设进展，我们预期公司2024年全年的净负债/总权益比率按年下降7个百分点至143%。我们认为公司在财务上是有空间去增派股息或加快装机规划。然而，在业绩电话会上，管理层对派息比率的提升未有过多承诺。同时，在装机规模上仍采取较保守的规划。
- ⊕ **有待更明显的正面催化剂出现，维持中性评级。**我们下调2024年发电量预测2.7%，主要反映装机进度慢于我们预期，同时调整对税率及折旧的预期后，我们下调公司2024/25年每股盈利预测12.6%/6.0%。维持估值标准为2025年5.7倍预测市盈率（5年历史平均）不变，目标价略为下调至1.92港元，维持中性评级。我们认为公司估值水平在今年余下时间较取决于风速的改善程度。

### 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)	2.33
52周低位 (港元)	1.52
市值 (百万港元)	5,077.17
日均成交量 (百万)	30.70
年初至今变化 (%)	12.78
200天平均价 (港元)	1.88

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	12,462	13,685	14,758
同比增长 (%)	5.3	2.4	-2.7	9.8	7.8
净利润 (百万人民币)	3,485	2,753	2,426	2,705	2,871
每股盈利 (人民币)	0.40	0.31	0.26	0.31	0.33
同比增长 (%)	93.8	-23.5	-14.6	16.0	7.5
前EPS预测值 (人民币)			0.30	0.32	0.36
调整幅度 (%)			-12.6	-6.0	-8.5
市盈率 (倍)	4.6	6.0	7.1	6.1	5.7
每股账面净值 (人民币)	2.18	2.44	2.63	2.88	3.14
市账率 (倍)	0.85	0.76	0.70	0.64	0.59
股息率 (%)	2.7	3.8	3.2	3.7	4.0

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: 1H24 业绩概要

年结 12 月 31 日 (人民币百万)	1H23	2H23	1H24	1H24E	同比 (%)	差异 (%)
<b>收入</b>	<b>6,976</b>	<b>5,826</b>	<b>6,626</b>	<b>6,530</b>	<b>(5.0)</b>	<b>1.5</b>
其他收入、收益及亏损净额	171	234	209	169	22.4	23.6
折旧及摊销费用	(2,706)	(2,589)	(2,836)	(2,591)	4.8	9.4
职工薪酬费用	(463)	(787)	(497)	(486)	7.4	2.4
材料成本	(20)	(51)	(22)	(22)	14.3	3.5
维修及保养费用	(136)	(111)	(109)	(106)	(20.0)	2.2
其他经营费用	(256)	(781)	(248)	(261)	(3.3)	(5.3)
<b>经营利润</b>	<b>3,566</b>	<b>1,740</b>	<b>3,124</b>	<b>3,233</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(3.4)</b>
财务费用净额	(866)	(826)	(820)	(887)	(5.2)	(7.5)
应占联营及合营企业的利润	27	(19)	23	10	(14.9)	131.2
<b>税前利润</b>	<b>2,728</b>	<b>896</b>	<b>2,326</b>	<b>2,356</b>	<b>(14.7)</b>	<b>(1.3)</b>
所得税费用	(379)	(151)	(345)	(240)	(8.8)	44.0
非控制性权益	(256)	(85)	(216)	(226)	(15.6)	(4.6)
永续票据及债券	(314)	(200)	(231)	(250)	(26.4)	(7.7)
<b>净利润</b>	<b>1,780</b>	<b>460</b>	<b>1,535</b>	<b>1,640</b>	<b>(13.8)</b>	<b>(6.4)</b>

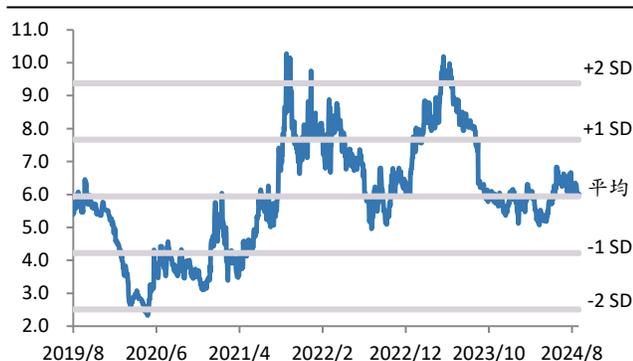
资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 主要营运数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>装机容量 (兆瓦)</b>					
风电	12,688	12,981	13,831	14,831	16,031
光伏	1,500	2,438	3,388	4,488	5,788
<b>总数</b>	<b>14,188</b>	<b>15,418</b>	<b>17,218</b>	<b>19,318</b>	<b>21,818</b>
<b>变动 (兆瓦)</b>	<b>1,110</b>	<b>1,230</b>	<b>1,800</b>	<b>2,100</b>	<b>2,500</b>
<b>发电量 (吉瓦时)</b>					
风电	27,164	29,185	28,932	31,482	33,857
光伏	1,623	2,422	3,799	5,576	7,316
<b>总数</b>	<b>28,787</b>	<b>31,608</b>	<b>32,731</b>	<b>37,058</b>	<b>41,173</b>
增长 (%)	8.7	7.4	3.6	8.8	7.5

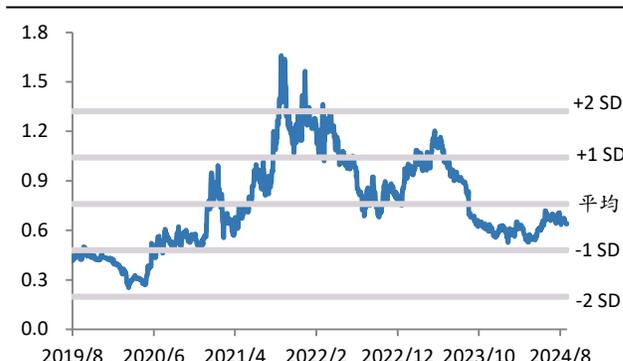
资料来源：公司资料，交银国际预测

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
836 HK	华润电力	买入	21.75	26.83	23.4%	2024年08月28日	运营商
2380 HK	中国电力	买入	3.64	4.56	25.3%	2024年08月23日	运营商
579 HK	京能清洁能源	买入	1.83	2.50	36.6%	2024年06月13日	运营商
916 HK	龙源电力	买入	6.58	9.03	37.2%	2024年05月28日	运营商
1798 HK	大唐新能源	中性	2.03	1.92	-5.4%	2024年08月28日	运营商
300274 CH	阳光电源	买入	71.22	86.60	21.6%	2024年08月26日	光伏制造(逆变器)
688390 CH	固德威	买入	44.69	81.07	81.4%	2024年04月26日	光伏制造(逆变器)
1799 HK	新特能源	买入	6.41	12.04	87.8%	2024年05月10日	光伏制造(多晶硅)
3800 HK	协鑫科技	中性	1.08	1.62	50.0%	2024年06月07日	光伏制造(多晶硅)
6865 HK	福莱特玻璃	中性	10.42	11.09	6.4%	2024年08月28日	光伏制造(光伏玻璃)
968 HK	信义光能	中性	3.01	4.09	35.9%	2024年08月01日	光伏制造(光伏玻璃)
1108 HK	凯盛新能	中性	3.88	4.98	28.4%	2024年04月30日	光伏制造(光伏玻璃)
3868 HK	信义能源	中性	0.73	1.00	37.0%	2024年08月01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8月28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	12,462	13,685	14,758
主营业务成本	(5,387)	(5,614)	(5,907)	(6,594)	(7,260)
<b>毛利</b>	<b>7,112</b>	<b>7,189</b>	<b>6,554</b>	<b>7,091</b>	<b>7,498</b>
销售及管理费用	(1,092)	(1,250)	(1,246)	(1,368)	(1,476)
其他经营净收入/费用	187	(633)	(464)	(475)	(482)
<b>经营利润</b>	<b>6,207</b>	<b>5,307</b>	<b>4,844</b>	<b>5,247</b>	<b>5,540</b>
财务成本净额	(1,910)	(1,692)	(1,661)	(1,670)	(1,756)
应占联营公司利润及亏损	47	9	24	39	54
<b>税前利润</b>	<b>4,344</b>	<b>3,623</b>	<b>3,207</b>	<b>3,616</b>	<b>3,838</b>
税费	(452)	(530)	(481)	(542)	(576)
非控股权益	(406)	(340)	(300)	(369)	(391)
<b>净利润</b>	<b>3,485</b>	<b>2,753</b>	<b>2,426</b>	<b>2,705</b>	<b>2,871</b>
归于权益的分派	(556)	(514)	(514)	(486)	(486)
作每股收益计算的净利润	2,929	2,240	1,913	2,219	2,385
Non-GAAP标准的净利润	2,548	2,425	1,913	2,219	2,385

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	1,806	2,093	2,996
应收账款及票据	16,324	19,278	19,370	21,173	22,728
存货	123	111	117	130	143
其他流动资产	25	64	64	64	64
<b>总流动资产</b>	<b>18,913</b>	<b>22,508</b>	<b>21,356</b>	<b>23,460</b>	<b>25,930</b>
投资物业	18	17	17	17	17
物业、厂房及设备	71,979	72,066	75,135	78,495	82,719
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
<b>总长期资产</b>	<b>78,635</b>	<b>79,037</b>	<b>81,937</b>	<b>85,158</b>	<b>89,269</b>
<b>总资产</b>	<b>97,548</b>	<b>101,545</b>	<b>103,293</b>	<b>108,617</b>	<b>115,200</b>
短期贷款	8,634	10,927	10,818	10,710	11,352
应付账款	8,302	7,955	8,057	8,556	9,329
其他短期负债	189	163	164	166	167
<b>总流动负债</b>	<b>17,124</b>	<b>19,045</b>	<b>19,039</b>	<b>19,432</b>	<b>20,849</b>
长期贷款	45,945	46,328	45,865	48,158	50,566
长期应付账款	191	197	197	197	197
其他长期负债	18	18	18	18	18
<b>总长期负债</b>	<b>46,154</b>	<b>46,542</b>	<b>46,079</b>	<b>48,372</b>	<b>50,780</b>
<b>总负债</b>	<b>63,278</b>	<b>65,587</b>	<b>65,118</b>	<b>67,804</b>	<b>71,629</b>
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	11,889	13,673	15,553
<b>股东权益</b>	<b>15,876</b>	<b>17,759</b>	<b>19,163</b>	<b>20,947</b>	<b>22,827</b>
记作权益的金融工具	14,311	14,280	14,793	15,279	15,765
非控股权益	4,083	3,919	4,219	4,588	4,979
<b>总权益</b>	<b>34,270</b>	<b>35,958</b>	<b>38,175</b>	<b>40,813</b>	<b>43,571</b>

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	3,207	3,616	3,838
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	5,760	6,405	7,029
营运资本变动	2,442	(3,069)	4	(1,318)	(795)
利息调整	1,944	1,747	1,695	1,707	1,796
税费	(452)	(596)	(480)	(541)	(574)
其他经营活动现金流	2	149	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,231</b>	<b>7,140</b>	<b>10,163</b>	<b>9,831</b>	<b>11,240</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,849)</b>	<b>(6,519)</b>	<b>(8,636)</b>	<b>(9,587)</b>	<b>(11,087)</b>
负债净变动	5,499	3,230	(573)	2,185	3,050
权益净变动	(2)	(8)	0	0	0
股息	(537)	(364)	(509)	(435)	(504)
其他融资活动现金流	(12,026)	(2,864)	(1,695)	(1,707)	(1,796)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(7,067)</b>	<b>(6)</b>	<b>(2,777)</b>	<b>43</b>	<b>750</b>
汇率收益/损失	5	(0)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>3,120</b>	<b>2,441</b>	<b>3,056</b>	<b>1,806</b>	<b>2,093</b>
<b>年末现金</b>	<b>2,441</b>	<b>3,056</b>	<b>1,806</b>	<b>2,093</b>	<b>2,996</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.403	0.308	0.263	0.305	0.328
全面摊薄每股收益	0.403	0.308	0.263	0.305	0.328
每股股息	0.050	0.070	0.060	0.069	0.075
每股账面值	2.183	2.442	2.635	2.880	3.138
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	56.9	56.2	52.6	51.8	50.8
净利率	27.9	21.5	19.5	19.8	19.5
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.0	2.2	1.9	2.0	2.1
ROE	18.4	12.6	10.0	10.6	10.4
ROIC	3.5	2.5	2.1	2.3	2.4
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	152.1	150.7	143.8	139.1	135.2
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2

## 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、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、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)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。